

本轮疫情修复会有什么不同？

——6月权益市场展望

平安证券研究所策略配置研究团队

魏伟/张亚婕/郝思婧/谭诗吟

2022年5月29日



核心摘要：经济仍然承压，政策加快落地

01

经济基本面：欧美维持景气，国内经济承压

欧美经济仍维持强势。欧美5月PMI仍维持在景气区间。4月美国非农数据和失业率均与3月持平，整体维持平稳。但是全球增长成本仍在攀升。地缘政治冲突加剧供应短缺问题，印度宣布禁止小麦出口，粮食危机风险抬升。国内受疫情影响经济承压。4月受疫情影响，各分项经济数据全面下滑。目前上海开始复产复工，4-5月或成为年内经济底，但后续的复苏进程较2020年更加一波三折。超预期的可能性在稳增长政策的落地以及效果评估。

02

流动性：内外流动性错位，社融不及预期

海外流动性收紧趋势不变。通胀高企背景下全球仍处于流动性收紧周期，目前10Y美债利率位于2.74%，欧央行加息预期上升。国内流动性仍处于宽松阶段。5月LPR调降15bp释放稳地产信号，10Y国债收益率在2.7%附近波动，中美利差仍处于倒挂。权益市场资金入市缓慢。5月新成立偏股型基金118亿份，较上月进一步下降，北上资金累计净流出41亿元；需求端压力不大，IPO+增发融资规模较上月减少74%，解禁市值约2742亿元，仍处年内相对低位。

03

权益配置策略：市场进入评估的震荡期，配置更重盈利景气

我们认为市场在反弹后进入震荡盘整。一是国内经济增长压力更大，二季度企业盈利探底预期尚不充分；二是稳增长政策注重多维度布局，市场预期相对分散；三是海外环境复杂性仍在上升，流动性收紧趋势不变，地缘政治冲突反复，能源和粮食的通胀成本仍在攀升。超跌反弹之后，市场交易逻辑回归至盈利景气，建议关注两大方向，一是政策加码的新基建，包括能源基建/数字基建、汽车消费等，二是需求有韧性的半导体以及新能源汽车产业链。



CONTENT 目录

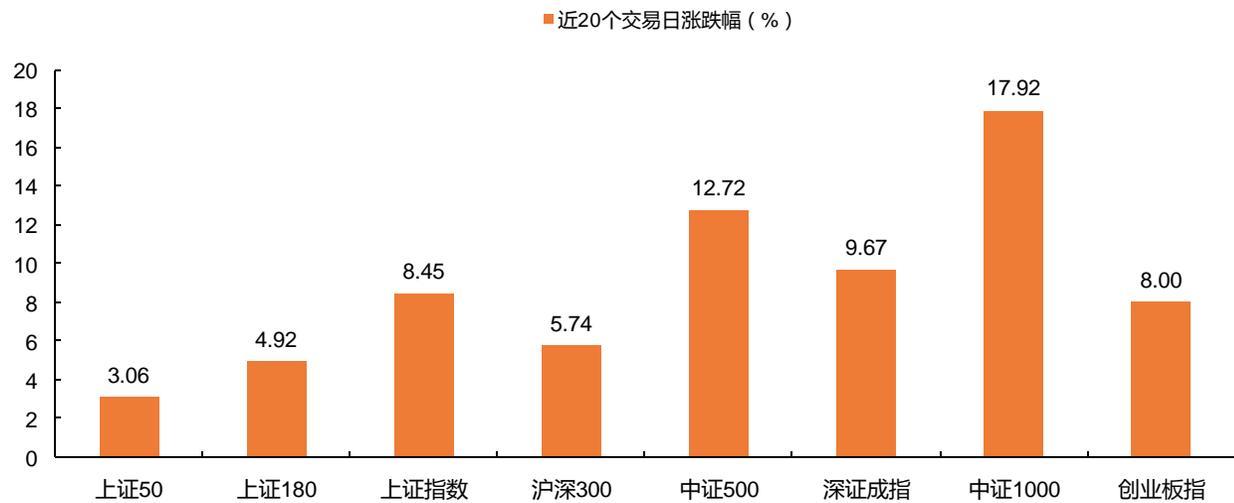
◎ 5月回顾：A股超跌反弹，港股区间震荡

◎ 6月展望：市场进入复苏评估的震荡期

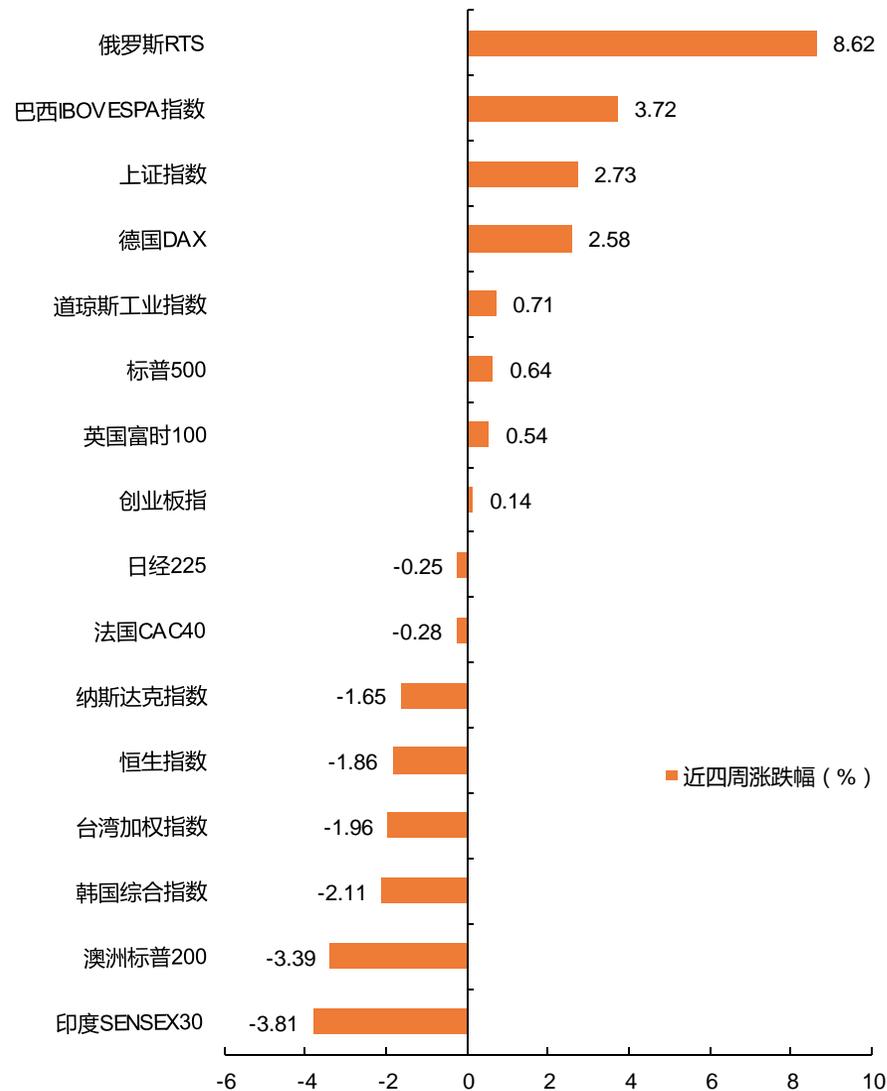
1.1 5月回顾：发达市场占优，A股市场反弹

- 5月发达市场股指表现相对占优。一方面，美联储加息落地并推出缩表计划，美债利率高位震荡，新兴市场资金承压，5月股指普遍调整，美国纳斯达克指数表现也弱于道琼斯工业指数。另一方面，俄罗斯和欧洲股市对于地缘政治的反应钝化，股市大多实现上涨。
- 在疫情好转、复工复产预期抬升的背景下，A股延续自4月底开始的超跌反弹，以成长型制造业为主的中小创风格表现更好。其中，中证1000涨幅接近18%，创业板指上涨8%，高于沪深300指数。

A股主要指数：中小创领先反弹



全球主要股指：俄罗斯和欧洲股市回暖



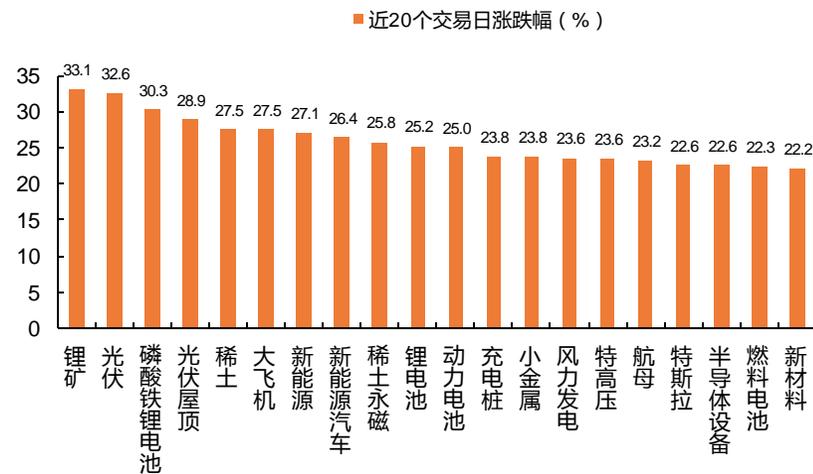
1.2 5月回顾：新兴制造业反弹领先，上游周期也有正收益

第一，新能源和新能源汽车产业链相关概念反弹幅度最为领先。近20个交易日，锂矿、光伏、磷酸铁锂电池概念涨幅均超过30%，同期汽车、电力设备行业分别上涨25%和23%。

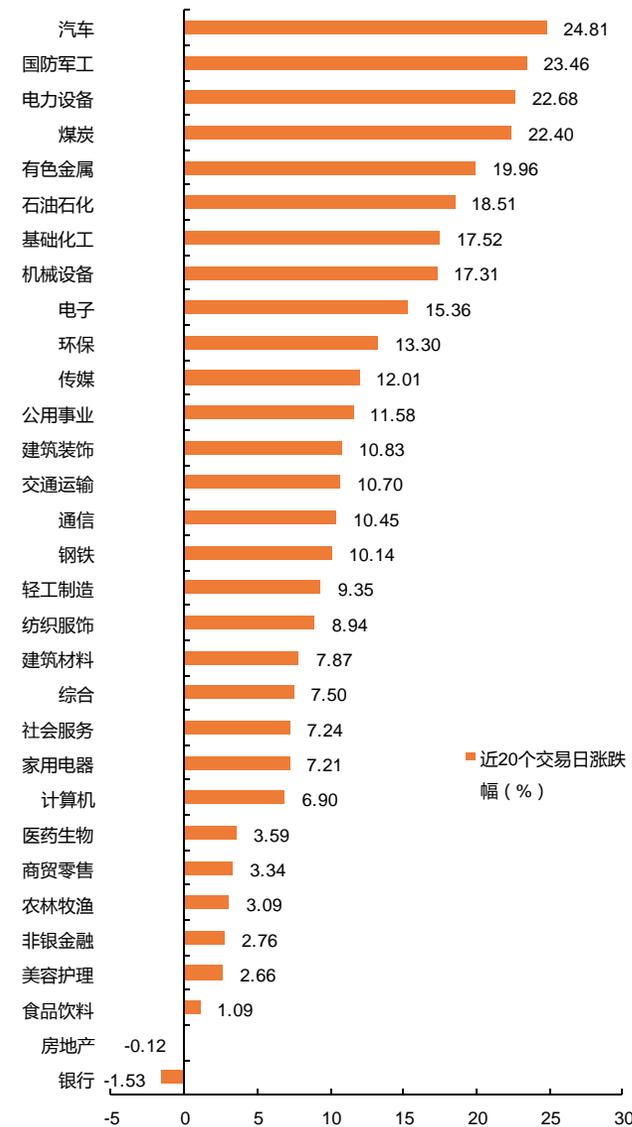
第二，在复工复产预期推动下，上游周期行业也有不错表现。近20个交易日，煤炭、有色金属、石油石化、基础化工行业涨幅在17%-23%区间。

第三，在消费内需仍然低迷、稳增长政策落地仍有待观察的背景下，食品饮料、房地产、银行等行业表现相对落后。

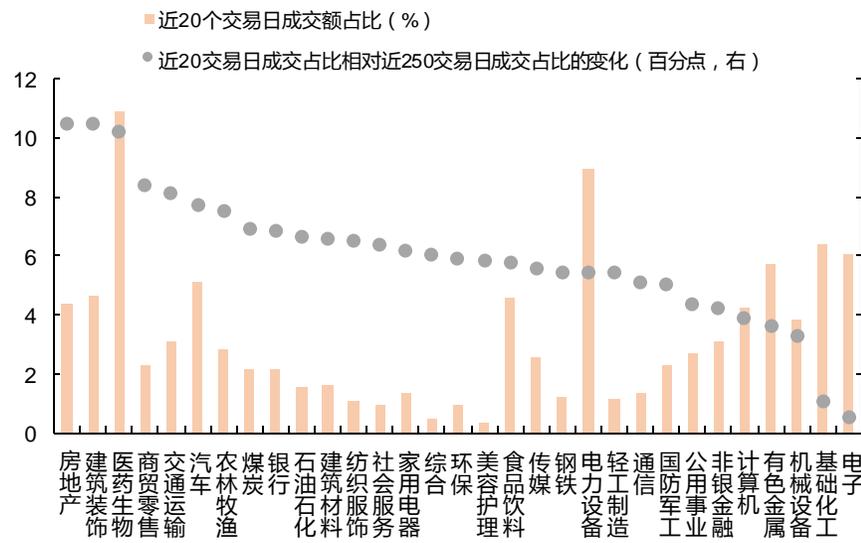
◎ 新能源和新能源汽车产业链领涨



◎ 汽车、军工、电力设备行业领涨



◎ 近20个交易日房地产、建筑装饰等行业成交活跃度提升

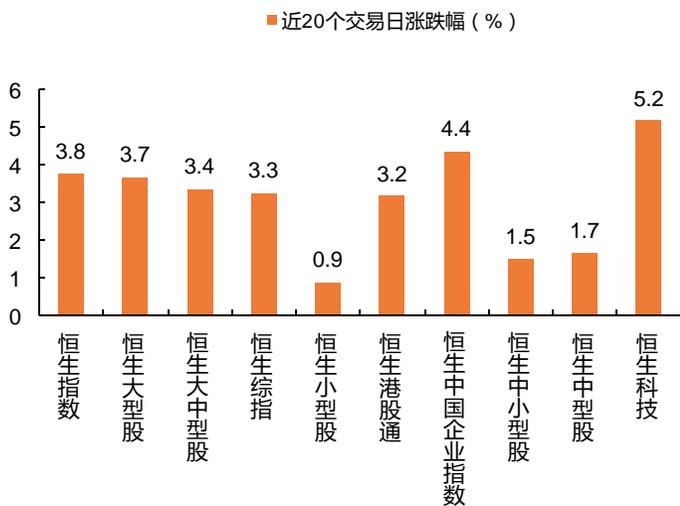


资料来源：Wind，平安证券研究所，港股市场近20个交易日指2022年4月27日-2022年5月27日

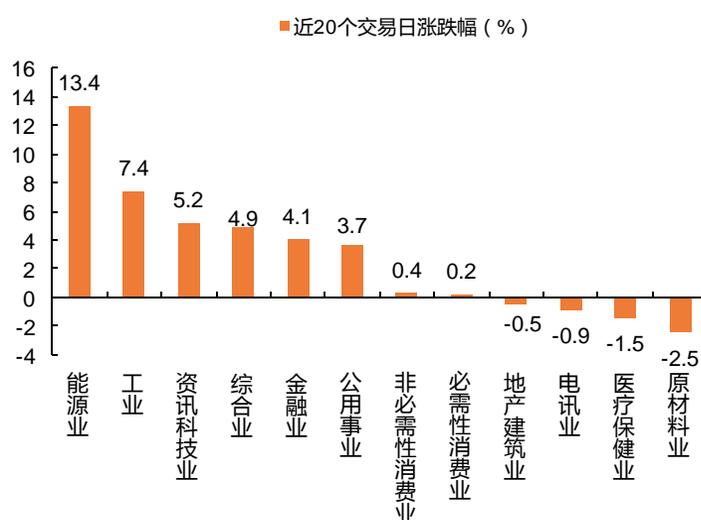
1.3 5月回顾：港股区间震荡，恒生科技回暖

- 港股市场区间震荡，一方面受到美联储政策收缩、资金回流发达市场的制约，另一方面也受到大陆疫情好转、企业复工复产、互联网监管边际转暖预期的提振。近20个交易日，恒生科技上涨5.2%，涨幅领先。
- 港股近四周南下资金累计净流入442亿元人民币；在每日成交前十大个股中，近四周资金净流入集中在可选消费、能源和信息技术行业，美团-W、中国海洋石油、腾讯控股、中国移动累计净流入规模分别为105亿元、61亿元、48亿元和39亿元；而建设银行、中芯国际等均有资金累计净流出。

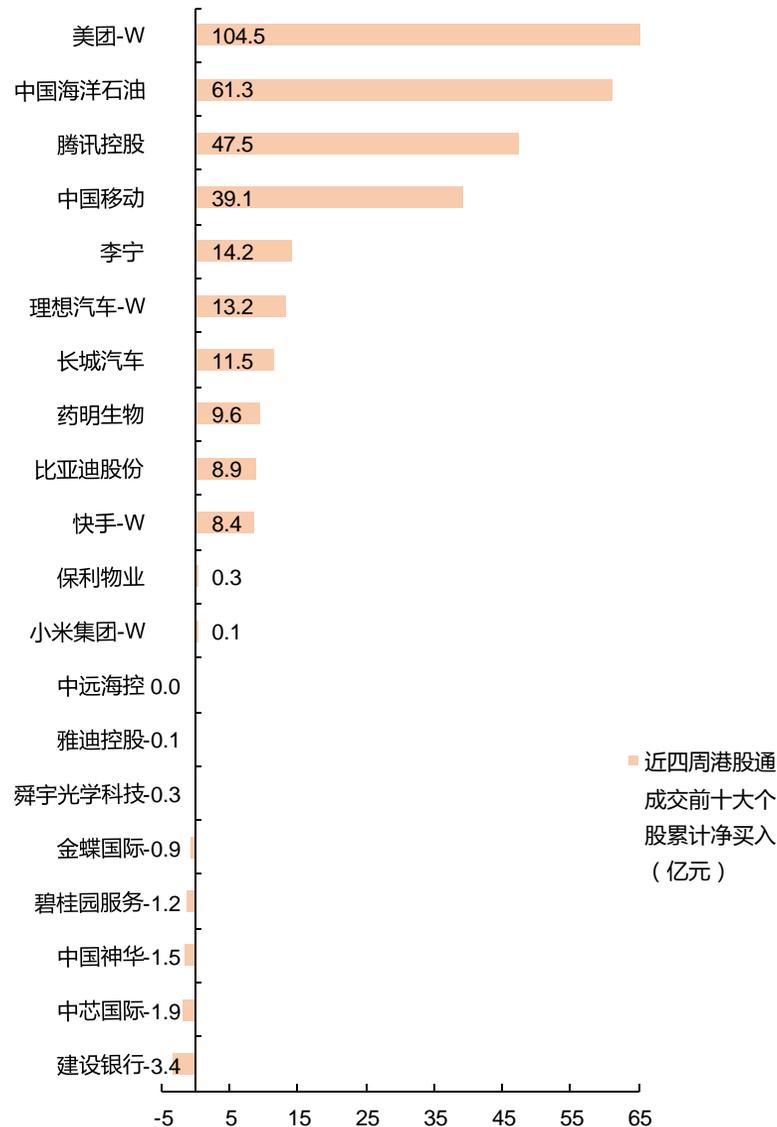
● 港股指数普遍反弹



● 短期能源业相对强势



● 港股通每日成交前十大个股近四周累计净流入



资料来源：Wind，平安证券研究所，港股市场近20个交易日指2022年4月28日-2022年5月27日。



CONTENT 目录

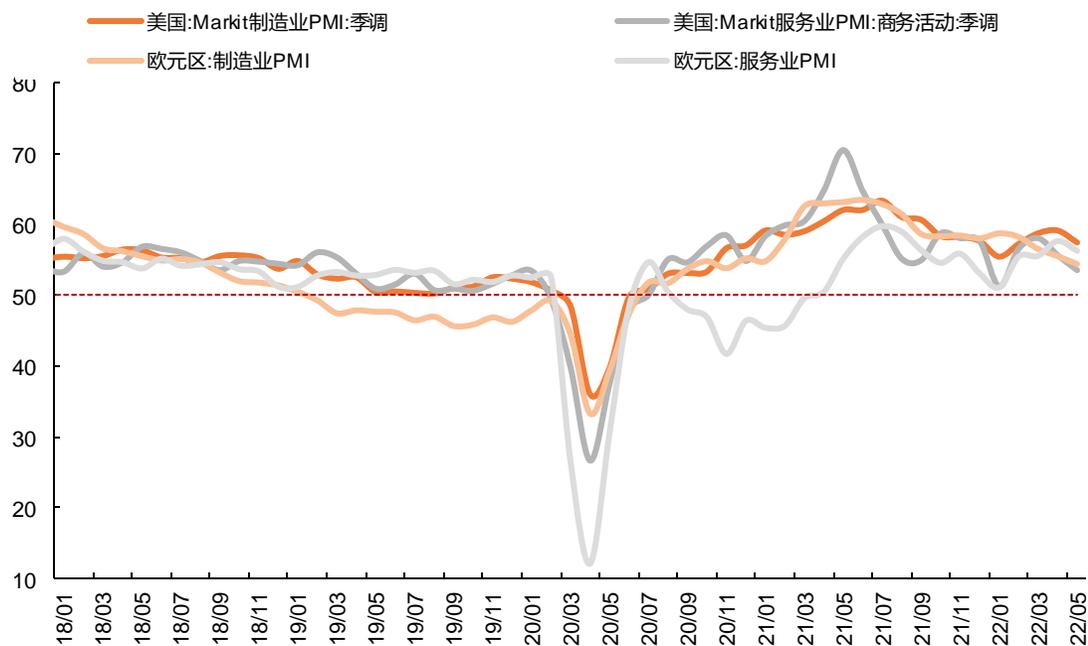
◎ 5月回顾：A股超跌反弹，港股区间震荡

◎ 6月展望：市场进入复苏评估的震荡期

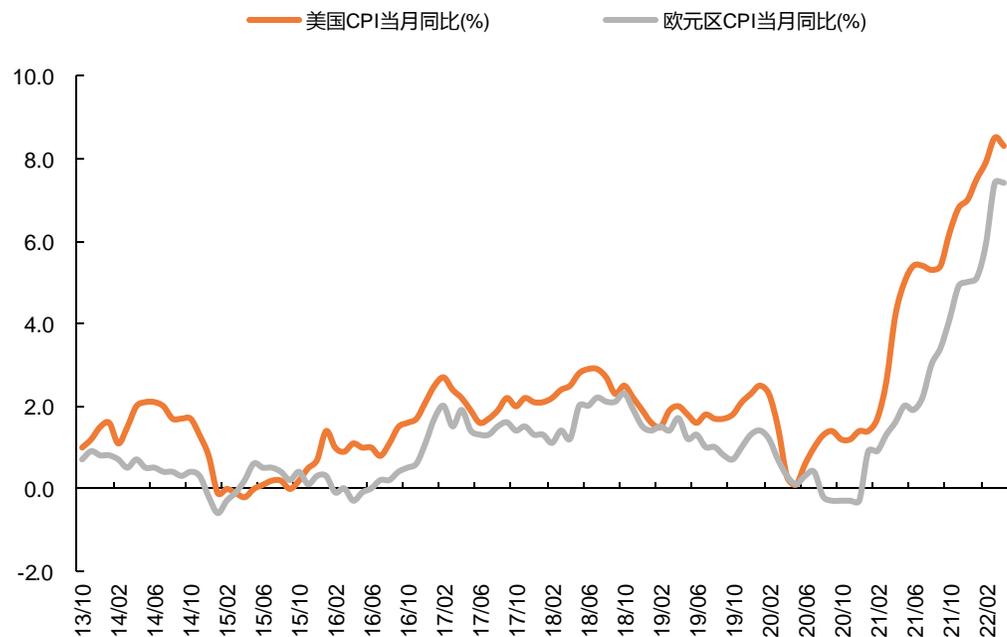
2.1 基本面：欧美仍景气，全球滞胀担忧升温

- 欧美经济仍维持强势。5月美国与欧元区PMI分别为57.5和54.4，服务业PMI分别为53.5和56.3，均较上月有所回落，但仍然维持在景气区间。4月美国非农数据和失业率均与3月持平，整体维持平稳。
- 但是全球增长成本仍在攀升。4月美国CPI略微回落，欧元区与上月持平，整体来看通胀仍处于上行通道，预期发生了一些边际变化。当前全球供应缺口仍未解决，全球政治不确定性仍在进一步发酵，俄乌冲突反复进一步加剧供应短缺问题，印度已经宣布禁止小麦出口，世界粮食危机风险正在上升。

◎ 欧美经济维持在景气区间



◎ 欧美国通胀仍处于上行通道

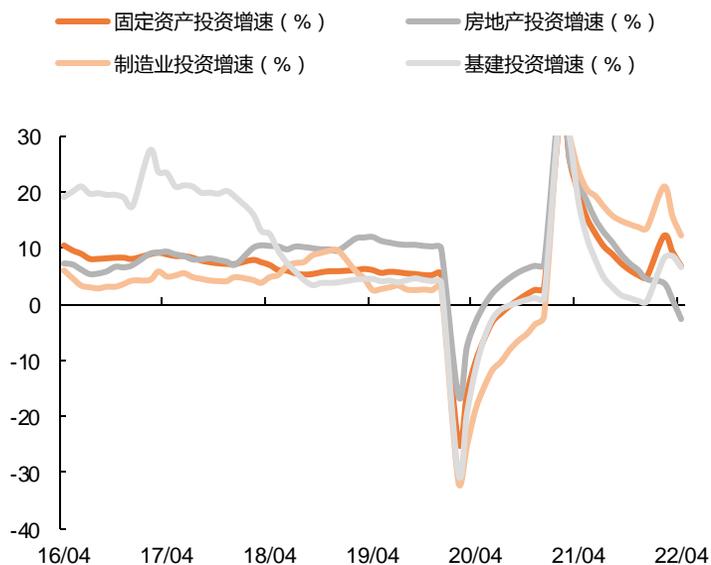


资料来源：Wind，平安证券研究所

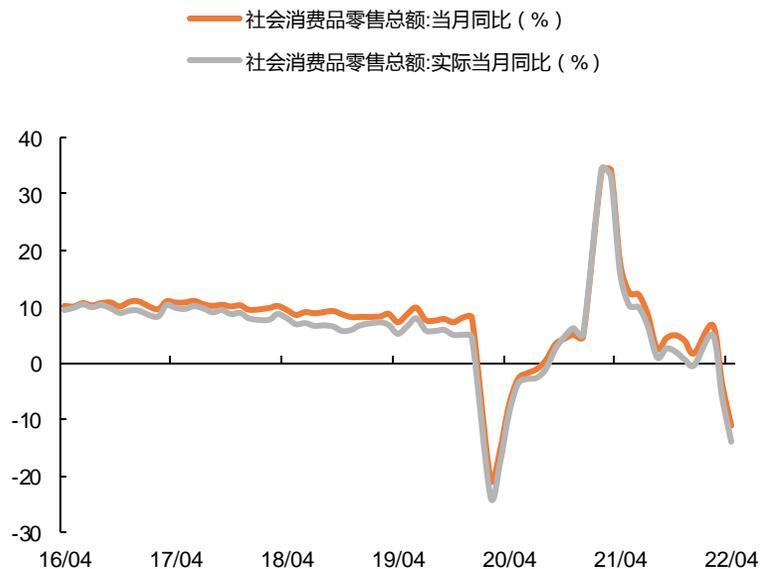
2.1 基本面：经济或达到年内底部，本轮复苏将较2020年更为缓慢

- 4月经济受疫情防控影响全面回落。固定资产投资增速回落至6.8%；房地产销售增速下滑至-39%；社零增速下探至-11.0%；进出口贸易继续回落，但相较于其他分项来说相对韧性，4月出口增速12.5%。
- 上海分阶段复产复工，4-5月或成为全年经济底部。全国疫情有零星爆发但防控及时，上海疫情得到有效控制，自4月中旬出现拐点后新增病例持续回落。5月16日上海开始推进分阶段复产复工，预计6月上旬加快复产复工进度。4-5月或成为全年经济底，但是本轮经济下行压力较2020年更大，百强房企销售增速降至-60%，居民按揭贷款第二次出现负增长，后续的复苏进程将更加一波三折。

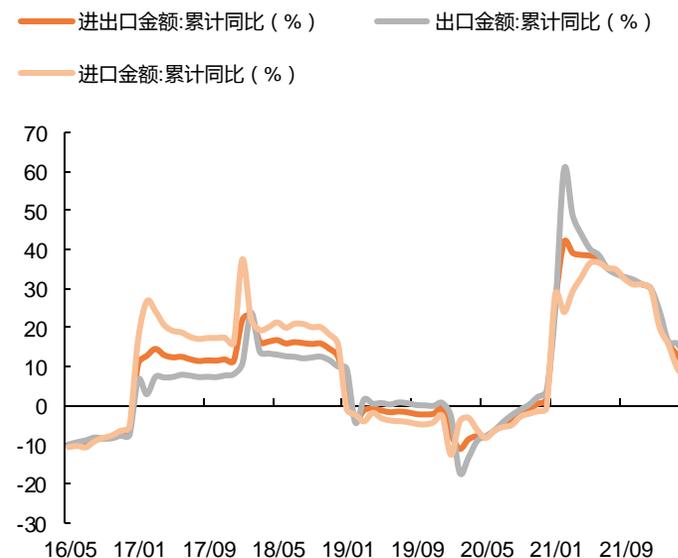
固定资产投资全面回落



社零增速下探至-11.0%



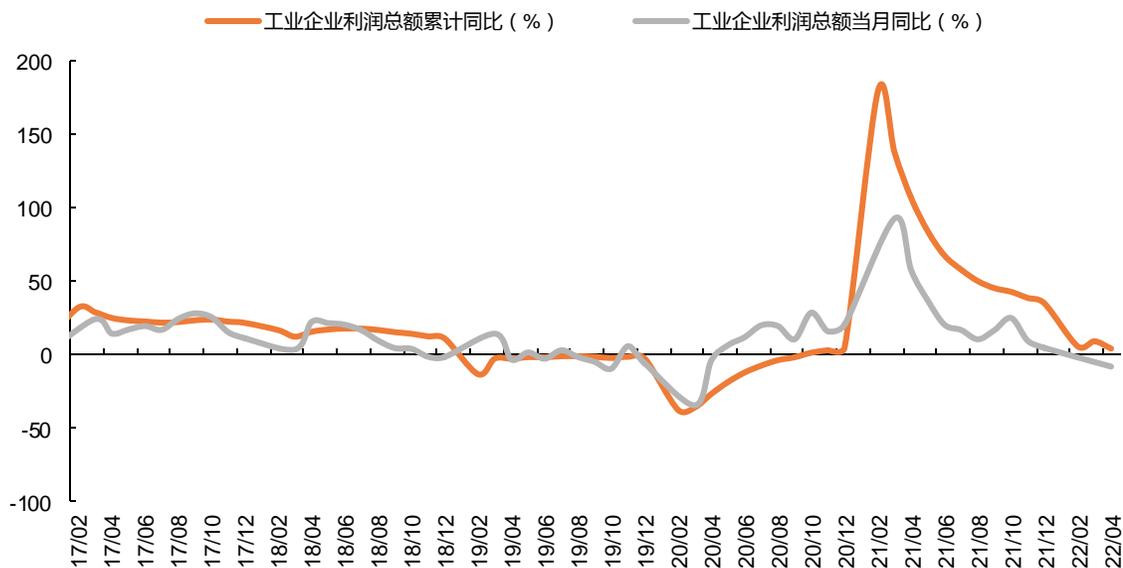
进出口贸易相对韧性



基本面：全A盈利预期下调，上游周期行业预期上调

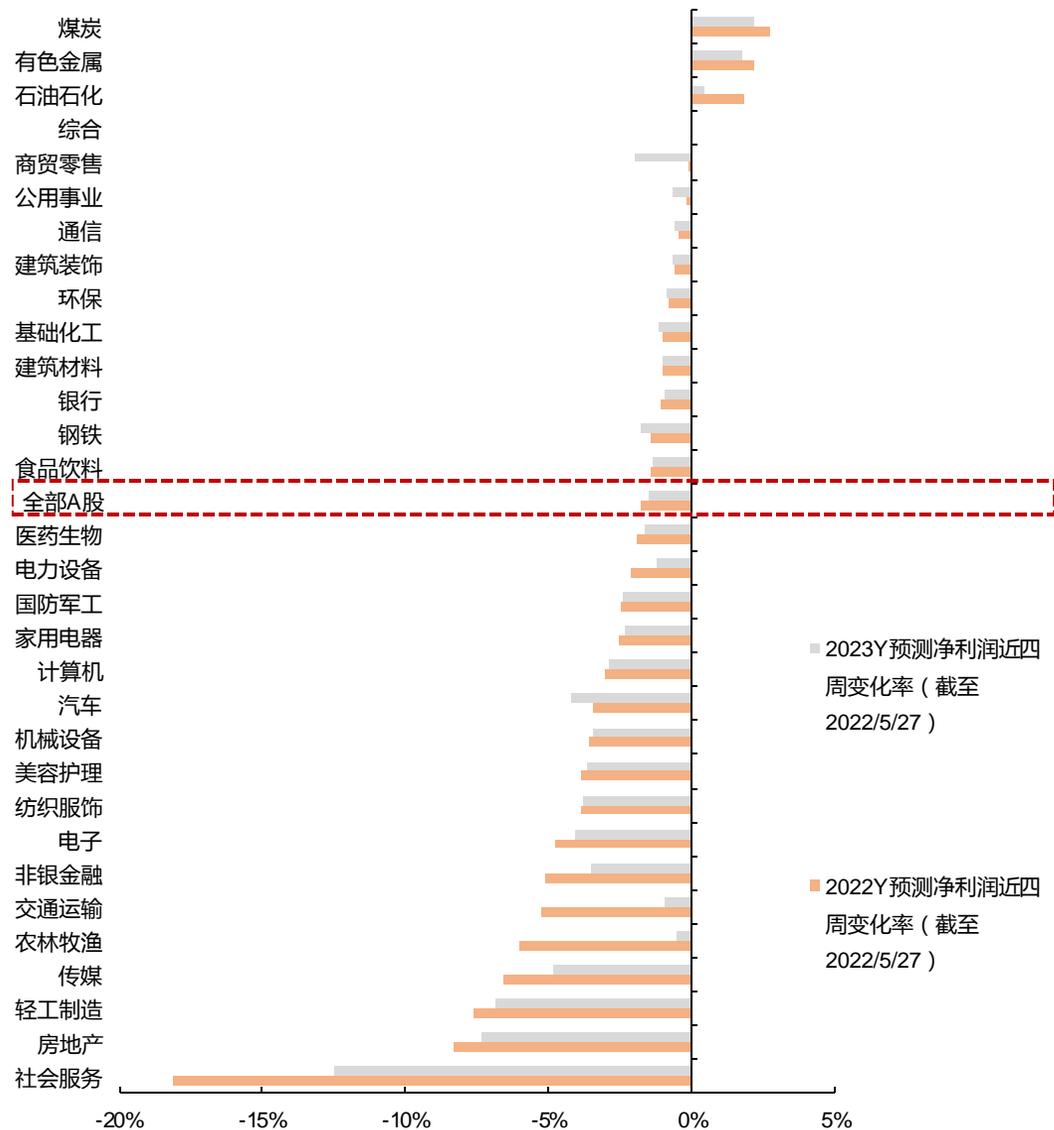
- 实体企业利润增速转负。4月工业企业利润当月同比增速降至-8.5%，1-4月累计增速为3.5%，低于前值5个百分点。
- 从盈利预期看，A股整体盈利预期下调。截至2022年5月27日，近四周全部A股2022年和2023年净利润Wind一致预期分别下调1.8%和1.5%；分行业看，煤炭、有色金属、石油石化等上游周期行业预期上调，社会服务、房地产、轻工制造等行业盈利预期有显著下调。

2022年4月工业企业利润当月同比增速降至-8.5%



资料来源：Wind，平安证券研究所

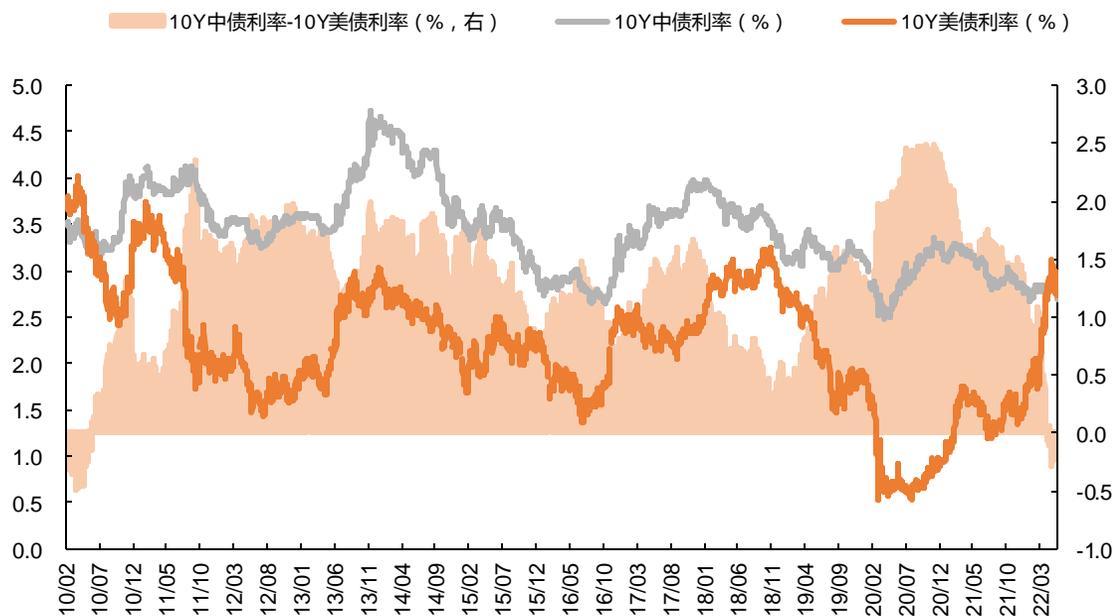
盈利预期变化：全A预期下调，上游周期行业上调



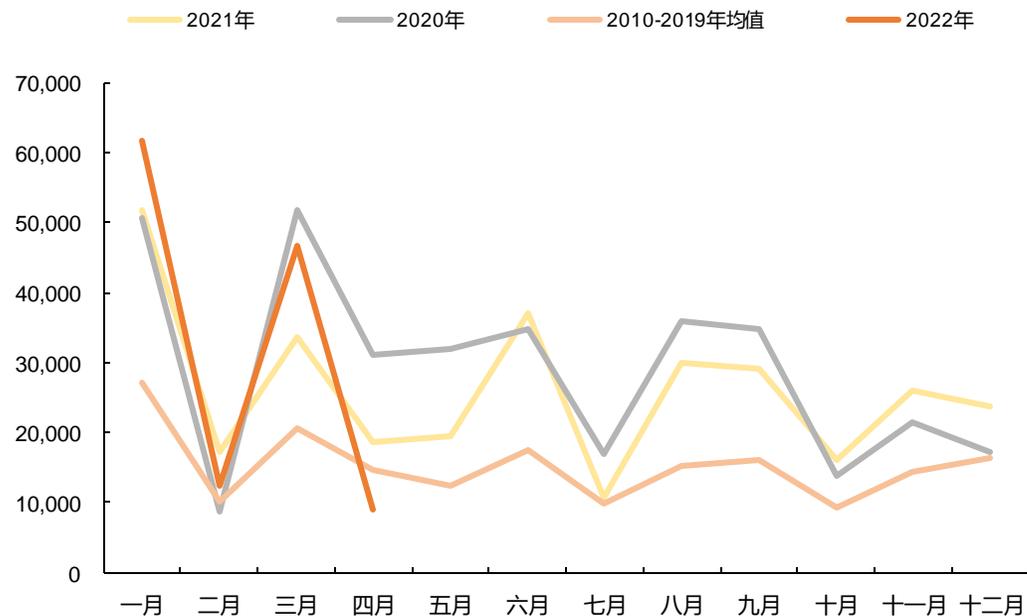
2.2 流动性：内外流动性错位，实体企业融资意愿下滑

- 内外流动性周期错位，中美利差仍处于倒挂，人民币兑美元位于6.7高位。海外流动性仍在收紧以期抑制通胀，10Y美债利率位于2.74%，欧央行加息预期升温。国内流动性处于宽松周期，5月五年期LPR调降15bp，目前10Y中债利率在2.7%附近。截至5月27日，中美利差倒挂-4bp，人民币兑美元即期汇率在达到6.8后有所回落，目前仍位于6.7左右的高位。
- 4月实体经济扩张受抑制，融资意愿大幅下滑。4月社融和信贷数据全面不及预期，社融增量9102亿元（市场预期2万亿），企业中长贷同比少增3953亿元，显示扩张受抑制；居民户贷款罕见负增长，对消费和房地产贷款意愿的下降。

10Y中债利率在2.7%附近 (%)



4月社融全面不及预期



2.2 流动性：增量资金入市缓慢，外资波动净流出

- 5月增量资金入市缓慢，市场资金需求压力不大。从供给端来看，截至5月27日，5月新成立偏股型基金118亿份，较上月进一步下降，北上资金累计净流出41亿元，融资余额约1.45万亿元；从需求端来看，5月IPO+增发融资规模233亿元，较上月减少74%，解禁市值规模约2742亿元，仍处年内相对低位。

◎ A股市场流动性：5月增量资金入市趋缓

项目	类型 I	类型 II	指标	2022-03	2022-04	2022-05	2021年6月以来月度表现
资金供给	个人投资者	新增投资者	每月新增个人投资者人数 (万人)	229.8	125.4	-	
		杠杆资金	融资业务余额 (亿元)	15806.7	14337.6	14486.9	
	机构投资者	公募基金	新成立偏股型基金份额 (亿份)	449.7	168.7	118.0	
		境外资金	陆股通	每月陆股通净流入 (亿元)	-450.8	63.0	-40.5
资金需求			陆股通累计成交额月环比增速 (%)	-2.7	0.4	-0.3	
		IPO	首发募集资金规模 (按发行日统计, 亿元)	613.9	668.9	206.4	
		再融资	增发募集资金规模 (按发行日统计, 亿元)	501.0	220.6	27.1	
		限售股解禁	当月限售股解禁规模 (亿元)	4160.6	2576.9	2742.2	
	产业资本减持	重要股东减持规模 (亿元)	429.4	138.8	185.5		

资料来源：Wind，平安证券研究所，数据统计截至2022年5月27日

2.3 政策|经济：政策多维度布局，释放维稳信号

- 经济下行压力加大，5月23日国常会部署一揽子稳经济措施。财政加大力度，在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，增加退税1400多亿元，全年退减税2.64万亿元；缓缴养老等三项社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业。稳定产业链供应链，保障货运通畅，取消来自疫情低风险地区通行限制，一律取消不合理限高等规定和收费；有序增加国内国际客运航班。促进消费，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。因城施策支持刚性和改善性住房需求。加大有效投资以及确保能源安全，新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目，引导银行提供规模性长期贷款。落实地方煤炭产量责任，调整煤矿核增产能政策。再开工一批能源项目。

523国常会部署稳经济一揽子措施

财政政策更积极

- 增加退税1400多亿元，全年退减税总量2.64万亿元。做好基本消费品保供稳价，保障物流畅通。
- 缓缴养老等三项社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴3200亿元。
- 今年专项债8月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等。

金融政策

- 普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍。
- 汽车央企发放的900亿元商用货车贷款。
- 将商业汇票承兑期限由1年缩短至6个月。
- 推进平台企业合法合规境内外上市

稳产业链供应链

- 保障货运通畅，取消来自疫情低风险地区通行限制，一律取消不合理限高等规定和收费。
- 增加1500亿元民航应急贷款，支持航空业发行2000亿元债券。
- 有序增加国内国际客运航班，制定便利外企人员往来措施。

促消费和有效投资

- 放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。
- 因城施策支持刚性和改善性住房需求。
- 新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目。
- 启动新一轮农村公路建设改造。支持发行3000亿元铁路建设债券。

保能源安全

- 落实地方煤炭产量责任，调整煤矿核增产能政策，加快办理保供煤矿手续。
- 再开工一批水电煤电等能源项目。

2.3 政策|产业：“数字基建”适度超前

- 新基建将成为经济的重要推手，5G网络建设有望进一步加快。在经济增长压力增大的背景下，新基建有望成为经济的重要驱动力，其中数字基建是重要发力点。在5月26日，工信部部长肖亚庆在2022中国国际大数据产业博览会指出，“加快建设数字基础设施，坚持适度超前建设”“全面推进5G网络和千兆光网建设，加快工业互联网、车联网等布局”。
- 数字经济是长期战略方向。2020年疫情后我国对于数字经济的重视度不断抬升，“十四五”规划单列篇章重点规划数字经济相关内容，《“十四五”数字经济发展规划》，部署了八个方面的任务，并设置2025年的量化目标。

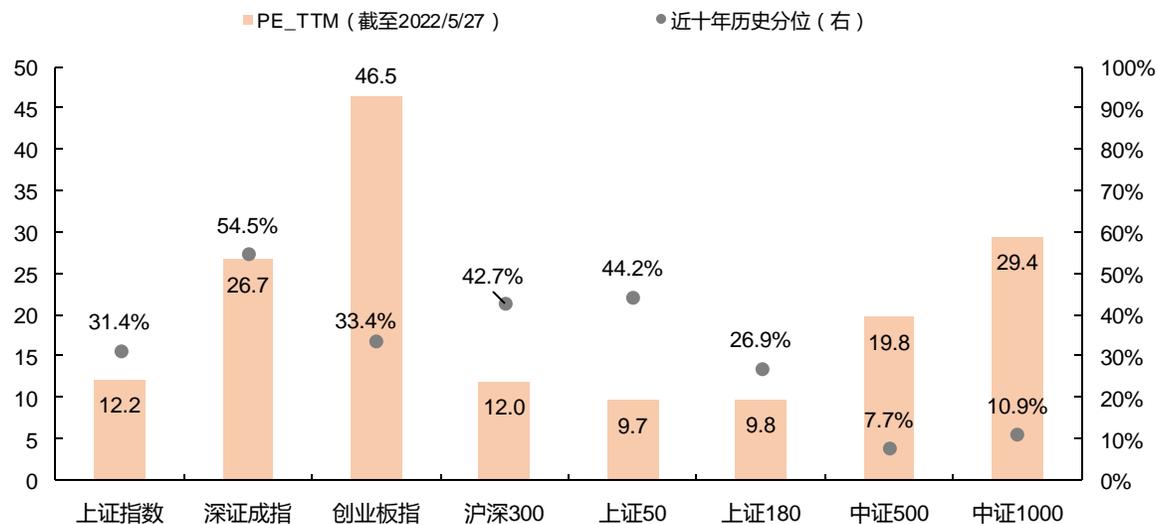
◎ 《“十四五”数字经济发展规划》量化指标

指标	2020年	2025年	属性
数字经济核心产业增加值占GDP比重（%）	7.8	10	预期性
IPv6活跃用户数（亿户）	4.6	8	预期性
千兆宽带用户数（万户）	640	6000	预期性
软件和信息技术服务业规模（万亿元）	8.16	14	预期性
工业互联网平台应用普及率（%）	14.7	45	预期性
全国网上零售额（万亿元）	11.76	17	预期性
电子商务交易规模（万亿元）	37.21	46	预期性
在线政务服务实名用户规模（亿）	4	8	预期性

2.4 估值：市场整体估值回落至均值附近

- 目前主要市场指数估值处于历史均值附近，上证指数PE估值位于历史31%分位，沪深300和创业板指PE估值分别处于历史43%分位和33%分位。
- 分行业看，截至5月27日，农林牧渔、汽车行业的PE估值处于近十年90%以上分位，食品饮料、美容护理、商贸零售 PE估值在历史60%-70%分位区间；电子、通信、医药生物等行业PE估值在历史最低位；煤炭行业PB估值在79%分位。

主要指数估值降至历史30%-50%分位附近



资料来源：Wind，平安证券研究所

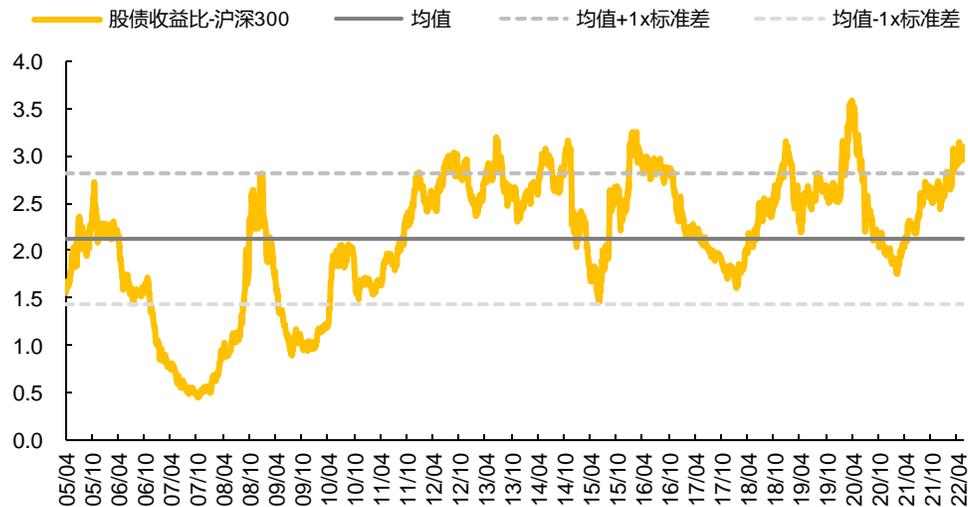
申万行业估值及近十年历史分位

行业	累计涨跌幅(%,截至2022/5/27)		PE估值		PB估值	
	5月	年初以来	PE_TTM	历史分位	PB_LF	历史分位
汽车	15.77	-17.31	30.68	93.1%	2.14	50.7%
煤炭	11.66	31.62	9.67	23.8%	1.65	79.3%
石油石化	10.42	-3.91	12.70	6.6%	1.36	14.4%
国防军工	9.25	-27.46	52.26	12.6%	3.05	51.8%
基础化工	8.75	-14.81	14.46	3.3%	2.48	52.0%
电力设备	8.47	-24.67	34.68	31.4%	4.26	83.1%
机械设备	8.21	-24.77	24.72	23.0%	2.13	34.2%
环保	7.76	-20.10	19.15	7.6%	1.53	1.3%
纺织服饰	6.76	-13.76	19.46	4.4%	1.68	6.6%
有色金属	6.56	-13.94	19.86	0.5%	2.82	43.1%
公用事业	6.49	-14.64	26.86	88.3%	1.67	32.8%
交通运输	5.44	-4.02	12.51	1.5%	1.52	48.8%
轻工制造	4.96	-23.45	24.49	30.5%	1.89	27.0%
电子	4.87	-32.70	23.73	1.3%	2.79	16.9%
通信	3.82	-19.01	28.02	0.8%	1.79	9.1%
传媒	3.76	-27.41	24.82	6.6%	1.94	4.5%
综合	3.20	-6.77	30.70	21.2%	1.38	7.8%
建筑装饰	3.02	-1.01	11.04	43.3%	0.96	18.6%
钢铁	2.84	-15.12	9.58	21.5%	1.15	47.7%
农林牧渔	2.36	-11.63	112.15	99.1%	3.24	38.9%
建筑材料	2.13	-15.97	12.70	13.3%	1.86	28.8%
社会服务	1.34	-17.12	79.32	85.3%	3.18	16.7%
商贸零售	-0.54	-16.12	28.31	61.3%	2.23	64.5%
非银金融	-0.83	-22.30	13.36	9.4%	1.16	0.6%
医药生物	-0.90	-23.95	22.85	0.1%	3.09	4.3%
美容护理	-0.95	-16.56	40.14	57.4%	4.83	80.3%
家用电器	-1.02	-21.95	14.19	26.2%	2.46	25.9%
计算机	-1.30	-32.01	39.25	9.5%	2.81	4.9%
食品饮料	-2.84	-19.30	32.98	70.3%	6.14	69.7%
银行	-3.31	-5.27	5.45	16.2%	0.54	0.2%
房地产	-4.54	-6.16	12.20	47.7%	0.94	4.7%

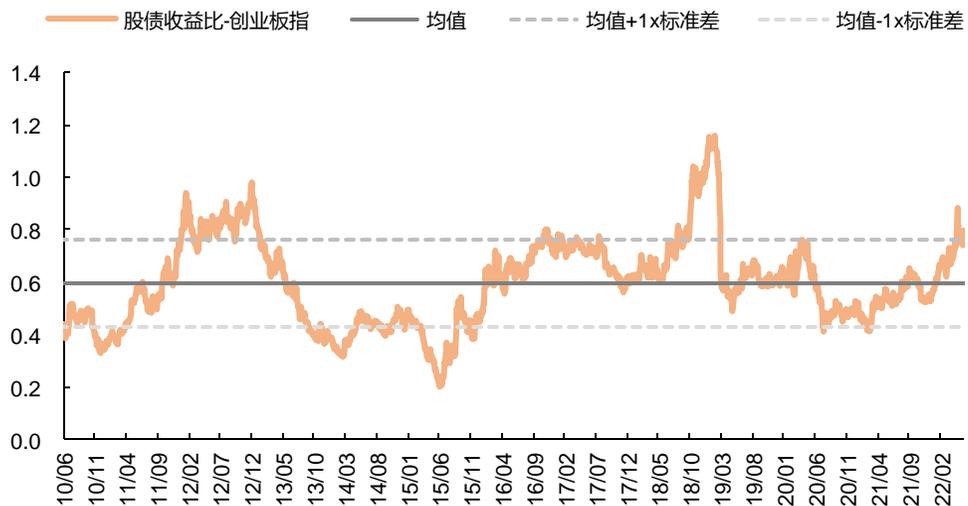
展望：市场进入复苏评估的震荡期，配置更重盈利景气

- 我们认为市场在5月份的反弹后迎来震荡盘整。本轮经济修复的进程需要更多时间，市场前期的超跌反弹在最坏的预期改善后接近尾声。主要原因有三方面，一是国内经济增长压力更大，失业率压力显著抬升，二季度经济增长和企业盈利探底预期尚不充分；二是稳增长政策更注重多维度布局，围绕基建、平台经济、消费、房地产风险等陆续落地，市场预期较为分散；三是海外环境的不确定性复杂性仍在上升，美联储收紧流动性趋势不变，地缘政治冲突反复，能源和粮食的通胀成本仍在攀升。
- 震荡期的行业配置更重景气。超跌反弹之后，市场的交易逻辑会更多回归至盈利景气，从2022年预测净利润的变化来看仍是稳增长的修复方向，从2021Q1的资本开支增速来看，电力设备、汽车较高，有色金属、通信和半导体显著抬升。综合来看，我们建议关注两方面机会，一是政策加码的新基建，包括能源基建/数字基建、汽车消费等，二是需求仍有韧性的半导体产业链以及新能源汽车产业链。

沪深300股债收益比处于近十年96%分位水平



创业板指股债收益比处于近十年88%分位水平





风险提示

- 1) 宏观经济下行超预期，上市公司企业盈利将相应遭受负面影响；
- 2) 金融监管以及去杠杆政策加码超预期，市场流动性将面临过度收紧甚至信用危机的爆发；
- 3) 海外资本市场波动加大，对外开放加大的A股市场也会相应承压；
- 4) 新冠肺炎疫情蔓延超预期，疫苗进展不及预期。

平安证券研究所策略配置研究团队

分析师	邮箱	资格类型	资格编号
魏伟	WEIWEI170@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060513060001
陈骁	CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060516070001
张亚婕	ZHANGYAJIE976@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060517110001
薛威	XUEWEI092@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060519090003
郭子睿	GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060520070003
郝思婧	HAOSIJING374@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060521070001
研究助理	邮箱	资格类型	资格编号
谭诗吟	TANSHIYIN596@PINGAN.COM.CN	一般证券业务	S1060120070034

平安证券综合研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现20%以上)

推荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现10%至20%之间)

中性 (预计6个月内, 股价表现相对市场表现在±10%之间)

回避 (预计6个月内, 股价表现弱于市场表现10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计6个月内, 行业指数表现强于市场表现5%以上)

中性 (预计6个月内, 行业指数表现相对市场表现在±5%之间)

弱于大市 (预计6个月内, 行业指数表现弱于市场表现5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险, 投资需谨慎。

免责声明:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。